

債務免除は同業他社にとって吉報か凶報か

福田 充 男

要 旨

銀行による経営不振企業に対する債務免除（債権放棄）は当該企業だけでなくその企業の属する産業にも影響を与えると考えられる。この論文の目的は、こうした効果を債務免除が当該企業と同業他社の株価に与える効果を実証的に調べることにある。得られた実証結果によると、債務免除の要請ないし銀行との合意に関する報道に対して当該企業の株価は平均2.6%上昇するのに対し、同業他社のそれは平均0.9%下落する。すなわち、債務免除は同業他社にとって凶報なのである。

キーワード：債務免除、産业内効果、伝染効果、競争効果

1 はじめに

本稿の目的は、債務返済が困難になった企業に対して銀行が債務免除（債権放棄）などの金融支援を行った場合、当該企業の同業他社がどのような影響を受けるか、という産业内効果（Intra-Industry Effects）を調べることにある。具体的には、銀行が債務免除を行うという報道に対して同業他社の株価がどのような反応を示すかを調べる。同様に、銀行が金融支援を打ち切って企業が破綻した場合の効果も調べる。

債務免除と破綻はその企業の業績悪化が主な原因であるという点で共通している。もしこれらの企業の業績悪化が個別的要因によるものであるならば、以下で述べる競争効果は別にして債務免除や破綻は同業他社の業績に関する投資家の判断や株価に影響を与えないであろう。しかし、これらの企業のキャッシュフローが同業他社のそれと相関しているのであれば、債務免除や破綻のニュースに対して投資家は同業他社の企業価値に関する判断を下向きに修正し、その結果株価は下落すると考えられる。こうした効果は伝染効果（Contagion Effects）あるいは情報外部効果（Informational Externalities）と呼ばれる。

不良債権処理として債務免除（私的整理）を行う場合には、銀行は企業に対して人員削減、事業規

模縮小、不採算部門からの撤退などの大幅な事業再編・効率化（リストラ）を伴う再建案の策定・実施を求めるのが通常である。しかし、実際にどの程度の事業再編・効率化を実行するかは企業の経営者の裁量に任されている場合が少なくない。そしてエイジェンシー問題としてよく知られているように、経営者は株主価値最大化の観点からは過少な事業再編・効率化しか行わない可能性がある。同様に、銀行の経営者にも自身の在任期間中の損失を先送りしようとするインセンティブが働きやすい。こうしたことから、銀行による債務免除には本来なら破綻処理すべき企業も存続させてしまうという側面がある。

それに対して会社更生法あるいは民事再生法を適用して破綻処理（法的整理）をする場合には、よりドラスティックな事業再編・効率化が行われる。従業員の解雇などに関する法的制約の違いという点を考慮しても、このことは破綻に至るまでの事業再編・効率化が十分でなかったことの現われと解釈できる。実際、債務免除を繰り返した末に破綻するというケースが少なからず見られる。また、破綻処理は最終的に清算という形で企業の消滅につながる可能性がある。

債務免除が一時的な経営危機に陥った企業に対する支援というよりも、債務超過企業の延命という意味合いが強ければ、債務免除がない場合に比べて当該企業のライバル企業（同業他社）の競争条件を悪化させることによって将来のキャッシュフローを減少させると予想される¹⁾。もしそうであれば、債務免除が行われるというニュース（イベント）に対して同業他社の株価はマイナスの反応を示すと考えられる。こうした効果は競争効果（Competitive Effects）と呼ばれる。

それに対して企業が破綻処理される場合、かりにその企業が存続するにしても大規模な事業縮小が予想されることに加え、その企業の生産物に対する需要の一部が同業他社にシフトする可能性がある。これは同業他社の競争条件を有利にし、将来のキャッシュフローを増加させるであろう²⁾。そしてこの場合には、破綻報道に対して同業他社の株価はプラスの反応を示すと考えられる。破綻が最終的に清算につながる場合には、こうした競争効果はいっそう大きくなると考えられる。

債務免除の産業内効果として伝染効果と競争効果以外に、次のような効果も考えられる。企業がデッド・オーバーハング問題（過剰債務のために有益な投資が実行されないような状況）に直面している場合、債務免除はこうした問題を解消ないし軽減するというに役立つ³⁾。そして、ある企業に対する債務免除が同じような問題に直面している同業他社にも適用されるという期待が高まれば、伝染効果と競争効果とは逆にプラスの産業内効果を生むと考えられる。あるいは債務免除が非効率な破綻を防止することで、連鎖倒産あるいはそれから派生する問題を軽減するという場合にもプラスの効果が現れると考えられる。

本稿で得られた実証結果によると、債務免除に対して当該企業の株価はプラスの反応を示すのに対し、同業他社は平均してマイナスの反応を示す。同業他社を負債比率で分割しても、こうした効果の違いは現れない。また、負債比率、産業別市場集中度などで株価の反応を回帰させても有意な結果は

見いだせない。破綻に対しては当該企業の株価は大幅な下落を示す。同時に同業他社の株価も下落するが、この効果は負債比率が高い企業に特有の現象である。これらの結果は、債務免除には破綻を防止ないし先送りすることで産業全体の企業価値を高めるという効果はないということを示唆している。

本稿の構成は以下の通りである。次節では産業内効果に関するこれまでの研究を概観する。第3節では債務免除および破綻に関するデータ、同業他社のサンプル選択基準などについて説明する。第4節は実証結果であり、債務免除を受けた企業と同業他社との財務比較、債務免除および破綻の効果について分析する。第5節は要約と結論である。

2. 産業内効果に関するこれまでの研究

ここでは、企業経営に関するイベント（Corporate Event）が同一産業内の企業価値にどのような影響を与えるか、という産業内効果の問題を分析した研究について概観する。破綻の効果に関する実証研究としてはLang and Stulz（1992）、Ferris, Jayaraman and Makhija（1997）などがある。銀行の貸倒引当金積み増しの報道が当該銀行と他行の株価に与えた影響を調べた研究としてはDocking, Hirschey and Jones（1997）などがある。しかし筆者の知るかぎり、銀行による債務免除の産業内効果を分析したものはない⁴⁾。

Lang and Stulz（1992）は主に大企業の破綻を分析対象として、破綻報道は同業他社（競争相手）の株価を平均して0.35%引下げる効果を持つこと、つまり伝染効果が競争効果を上回るということを示した。しかし同時に、負債比率とハーフィンダール指数で代理させた競争度に関して中央値でサンプル企業を4分割した場合、負債比率と競争度がともに高い産業ではマイナスの反応が見られるのに対し、それらがともに低い産業ではプラスの反応が見られることも見いだしている。つまり寡占的かつ破綻の可能性が低い産業ではライバル企業の破綻はマイナスの伝染効果をプラスの競争効果が上回るため、こうした産業の同業他社にとってはライバル企業の破綻は凶報（Bad News）ではなく、むしろ吉報（Good News）であるというわけである。

これに対してFerris, Jayaraman and Makhija（1997）は、中小企業にまで分析対象を拡張することによって、概して破綻の競争効果は弱いという結論を得ている。たとえば、破綻申請のアナウンス後3年以内に破綻した企業（伝染効果が大きいと考えられる候補）と、破綻しなかった企業（競争効果が大きいと考えられる候補）を比べて、前者の株価ほうが下落率は大きいものの、後者の株価も下落することを見いだしている。

銀行による貸倒引当金積み増しの報道の産業内効果に関する研究として、Madura and McDaniel（1989）、Musumeci and Sinky（1990）、Docking, Hirschey and Jones（1997）などがある。Madura and McDanielは、1987年のシティコープによるブラジル政府向け貸出に関する大規模な貸倒引当金積み増しの効果を分析し、シティコープと他のマネーセンター銀行の株価についてプラスの反応を見

いだしている。彼らの解釈によると、株式市場は銀行の損失額と損失処理がもたらす税務上の利益を正しく認識していたけれども、シティコープの処理の迅速さは予想以上のものであり、それが税務上の利益の先取り効果と他行の貸倒引当金積み増しへの波及期待効果として現れたものということになる。Musumeci and Sinky も同様の結論を得た上で、貸倒引当金積み増しが経営効率を高めるような前向きの事業再編・効率化のシグナルとして機能したという解釈をしている。

上の2つの研究はイベントが特定の銀行と特定の時期に限定されているという意味で一般性に欠けるとして、Docking, Hirschev and Jones は1985年から1990年間の576の報道を分析対象とした。彼らが得た実証結果によると、貸倒引当金積み増しの報道に対して他行の株価は有意に低下する。しかしこうした効果は地方銀行が引当金積み増しのアナウンスした場合に限られ、マネーセンター銀行の場合には株価下落は有意でない。地方銀行の場合にだけ見いだされたマイナスで有意な伝染効果は、一般に中小企業に関する情報生産（公開および私的）は大企業に比べて少ないというよく知られた事実が、銀行業（ここでは貸出しポートフォリオの質に関して）にも当てはまることを示している。

Slovin, Sushka and Bendeck（1991）は株式の非公開化（Going-Private Transactions）が同業他社の株価にプラスの効果をもたらすことを実証した。株式の非公開化というイベントは合併のようなシナジー効果や独占（競争）効果を伴わないため、何らかの産業内効果があるとすれば、それは伝染効果によるものと考えられる。企業が非公開化する主な理由の1つとして、自社の将来キャッシュフローに関する私的情報から見て、経営者（マネジメント・バイアウトの場合）あるいは買収者（レパレッジド・バイアウトの場合）が、自社株が市場において過小評価されていると判断していることが挙げられる。もしそうなら、非公開化の報道に反応して株式市場はこの企業の価値評価を上方修正するであろう。さらにもしも、こうした状況が産業全体に対しても生じていると判断されれば、伝染効果によって同業他社の株価もプラスの反応を示すと予想され、実証結果と整合的である。

株式の非公開化とは逆に、公募増資（Seasoned Equity Issues）は情報内部である経営者が現在の株価を割高と判断していることのシグナルとなりうる。銀行の価値（貸出しポートフォリオ）に関する情報の非対称性は事業会社よりも大きいとすれば、伝染効果は銀行の場合に現れて、事業会社の場合には現れないであろう。Slovin, Sushka and Polonchek（1992）はこの仮説を支持する実証結果を得ている。

3. データ

債務免除に関する情報は日経テレコンで収集した。期間は1995年から2002年までとし、検索には債務免除、債権放棄、金融支援というキーワードを用いた。サンプルの選択は東証上場企業でかつ同業他社が5社以上存在することを基準とした。この基準で、興和不動産（未上場）、千代田化工、中央製紙、佐々木硝子を除外すると、結果的にサンプルに残ったのは18社で、すべて東証一部上場

企業であり、大きな産業分類でいうと、構造不況業種とされる建設・流通（卸・小売り）・不動産業に属する企業となった。債務免除が起こる理由を考えれば、サンプル企業がこうした産業に偏るというのは自然なことであろう。

最近（2004年8月）ダイエーが2002年1月に続き、主力3銀行に対して再度債権放棄を求めたように、当初に計画された事業再編が行き詰まり、再度の債務免除が行われるということは珍しいことではない。ここでは、3年以上経過してから再度債務免除が行われた場合を新たなサンプルとして入れることとする。飛鳥建設、フジタ、藤和不動産の3社がこの条件に当てはまる。したがって企業数としては18社、イベント数としては合計21となる。表1は債務免除というイベントに関する年・業種ごとの分布を示したものである。表から、業種別では建設が12件と全体の57%を占めており、年代別では2000年と2001年で13件と全体の62%を占めていることがわかる。

表1 イベント（債務免除）分布

	1996	1998	1999	2000	2002	小計
建設	1	3	1	4	3	12
住宅	0	0	1	0	1	2
総合商社	0	0	1	1	0	2
総合スーパー	0	0	0	0	1	1
百貨店	0	0	0	1	0	1
不動産	0	1	0	0	2	3
小計	1	4	3	6	7	21

債務免除（一部債務の株式化も含む）の額は平均2160億円、中央値1610億円、最小600億円、最大6390億円であり、やや右に裾を引く分布になっている⁵⁾。

債務免除を受けたサンプル企業（以下、債務免除企業）をすべて東証一部上場企業に限定したことに対応して、サンプルとする同業他社も東証一部上場企業とし、さらに会社四季報に記載されている特色・事業内容が類似している企業を選択した。その結果、同業他社数（かっこ内は債務免除企業を除いたもの）は、建設＝50社（40）社、住宅＝10（8）社、総合商社＝15（13）社、百貨店＝18（17）社、総合スーパー＝8（7）社、不動産＝24（22）社となった（ただし最大数であり、年度によってはこれより少ない）。

破綻に関する情報も日経テレコンで収集した。検索キーワードは会社更生法申請、民事再生法申請である。検索できた上場企業は、長崎屋（2000年2月）、そごう（2000年7月）、マイカル（2001年9月）、青木建設（2001年12月）、佐藤工業（2002年3月）の4件であった。これらの内、そごう、青木建設、佐藤工業は債務免除のサンプルにも含まれている。破綻企業の同業他社も債務免除の場合と同様の基準で選択した。

データの出所は、財務変数に関しては日経財務データ、株価に関しては株価CD-ROM（東洋経

済新報社)である。

4. 実証結果

債務免除企業の財務内容は同業他社に比べて当然劣ると考えられる。この点を確認したのが表2である。比較に当たっては、表1に基づいて年度ごとに債務免除企業と同業他社の財務データ（債務免除直近の年度末決算）を集め、その後それらを集計するという手続きを取った。債務免除企業の延べ数は19社、同業他社のそれは301社である⁶⁾。

表2 債務免除企業と同業他社の財務比較

	負債比率	利益率	売上高 (百万円)	総資産 (百万円)
債務免除企業 (19)	0.957	0.030	638468	695622
同業他社 (301)	0.786	0.046	492423	473590
差	0.172	-0.016	146046	222033
(<i>t</i> 値)	(4.55)	(-1.76)	(0.67)	(1.97)

予想通り、債務免除企業の負債比率（負債合計を資産合計で割ったもの）は平均で0.957と非常に高く、同業他社に比べても0.172ポイント高い（*t* 値は4.55）⁷⁾。平均営業利益率（営業利益を売上高で割ったもの）は0.03で同業他社よりも0.016ポイント低いものの、その差の優意性はそれほど大きくない（*t* 値は-1.76）。このことは、債務免除が収益性よりも過去の過大な債務に起因することを示唆している。売上高、あるいは総資産で測った企業規模に関しては業界平均を上回っており（ただし、売上高に関してはその差は有意でない）、破綻した場合に影響が大きいと考えられる企業が債務免除の対象になりやすいことを示している。

表3は、債務免除を受けた後、企業の財務内容がどのように変化したかを見たものである⁸⁾。負債比率と営業利益率はともにやや低下しているが、その変化はわずかであり、有意ではない。要するに、財務内容にはほとんど改善傾向は見られない。売上高は大きく減少しているが（-42.3%）、その変化は有意でない。総資産は-27.0%減少し、その変化は10%水準で有意となっている。すなわち資産に関しては、事業再編・効率化（リストラ）はある程度進んでいるといえる。したがって、負債比率はほとんど変化していないものの、負債の絶対額はかなり減少していることが分かる。

表3 債務免除時と免除後の財務比較

	負債比率	利益率	売上高 (百万円)	総資産 (百万円)
債務免除時	0.957	0.030	638468	695622
債務免除後	0.933	0.024	368120	507486
差	-0.024	-0.006	-270348	-188136
(<i>t</i> 値)	(-0.51)	(-0.67)	(-1.28)	(-1.75)

次に本稿の主題である債務免除の産業内効果について見てみる。つまり、債務免除の報道（イベント）に対して同業他社の株価がどのような反応を示すかを調べる。金融支援、債務免除、債権放棄に関する記事が最初に掲載された日をイベント日とする。初出記事の多くは、企業が銀行に対して債務免除（債権放棄）を要請する（ことを決めた）というものである。しかしその後最終的に企業と銀行が債務免除に合意するというのが通常であり、ここでのサンプル企業もそうである。

これまでの多くの研究に習って、株価の反応はイベント日とその前日の2日間の累積超過収益率で測ることにする。ここでは超過収益率を市場調整済みの収益率（Market Adjusted Returns）、つまり株式収益率マイナス市場収益率として定義し、市場収益率としてTOPIXの日次変化率を用いる。標準偏差の推定はイベント日の61日前から180日前までの120営業日の超過収益率を用いて行う。

表4は、債務免除に関する報道に対して当該企業とその同業者の株価がどのように反応したかを示したものである。表から、まず債務免除企業の株価は2.6%上昇した（ t 値は4.22）ことがわかる。この結果は、債務免除が必要なほど経営状況が悪いというマイナスのサプライズ効果が働かなかったか、あるいは働いたとしても、債務を軽減することで破綻の可能性が小さくなるという直接的なプラス効果と事業の再編・効率化がいつそう進むという投資家の期待に基づくプラス効果のほうが大きかったということ意味している。ただし、本稿と同様のサンプル期間を分析対象にして、債務免除報道に対して融資シェア最大銀行の株価が有意に1.75%下落したことを示したIsagawa and Yamashita (2004)の実証結果を合わせて考えると、事業の再編・効率化による効果よりも銀行による救済による効果が強く現れていると解釈できる。

表4 債務免除に対する株価の反応 (%)

	債務免除企業	同業他社 (全体)	低負債同業他社	高負債同業他社
累積超過収益率	2.60	-0.95	-0.94	-0.96
(t 値)	(4.22)	(-4.77)	(-3.68)	(-3.1)

表4の第2列目を見ると、同業他社の株価は0.95%下落（ t 値は-4.77）したことが分かる。つまり、同業者に対する債務免除は同業他社にとって凶報なのである⁹⁾。こうした効果は破綻の可能性が高い同業者にとってより大きく現われると考えられる。そこで破綻可能性の影響を見るために、同業他社全体を負債比率の中央値で分割して調べたのが表4の第4列目と第5列目である。結果は全体とほとんど変わらず、少なくとも負債比率で見ると破綻可能性の大小は株価に影響を与えていない¹⁰⁾。

負債比率が同じであれば、利益率が高い企業ほど破綻の可能性は低いと考えられる。破綻可能性以外に企業規模も超過収益率に影響を与える可能性がある。なぜなら、公開情報の量は企業規模とともに増加することはよく知られており、規模が小さい企業ほど株価の反応も大きくなると予想されるからである。

こうした情報の伝染効果とは別に、債務免除には競争効果が伴う可能性がある。つまり、本来なら破綻して市場からの退出あるいは抜本的な業務縮小を迫られるべき企業がそうした事態を逃れるということの意味するのであれば、債務免除は同業他社の競争条件を悪化させて株価を下落させるという可能性がある。そしてこの競争効果は（もしあるとすれば）、集中度が高い産業ほど大きいと考えられる。ここでは産業集中度の代表的指数と数としてハーフィンダール指数（ただしここでは年度ごとに作成したもの）を用いる。

これらを説明変数として累積超過収益率を横断的に回帰させた結果は以下の通りである。ここで、利益率は売上高営業利益率、規模は売上高の対数値、市場集中度はハーフィンダール指数、かつこの数値は t 値である。

$$\text{累積超過収益率} = 0.0107 \text{ 定数} + 0.0039 \text{ 利益率} - 0.0284 \text{ 負債比率} + 0.0001 \text{ 規模} - 0.0190 \text{ 市場集中度}$$

$$(0.31) \quad (0.08) \quad (-102) \quad (0.06) \quad (-0.27)$$

推定結果から分かるように、負債比率と市場集中度の係数は仮説通りそれぞれマイナスとなっているが、いずれも有意ではない。規模の代理変数である売上高（対数値）の係数は仮説に反してプラスであるが、やはり有意ではない（売上高の代わりに総資産を用いても全体の結果はほとんど変わらない）。要するに、債務免除は同業他社にとって凶報であるが、競争効果がその一因として作用したという事実は認められない。つまり、債務免除が産業内の競争状態を大きく変化させるような効果を持つとはいえない¹¹⁾。したがって、同業他社の株価への影響は伝染効果によるものと考えられるが、同業他社間の効果の違いは破綻の可能性や企業規模の大きさといったものでは説明できない。

最後に、企業破綻が同業他社の株価に与える影響について見てみる。会社更生法あるいは民事再生法申請の報道に対して破綻企業は平均 19.4% (t 値は -7.53)、同業他社は全体として平均 3.12% (t 値は -3.12) の株価下落を経験している¹²⁾。つまり、破綻も債務免除と同様、同業他社にとって凶報なのである。破綻企業の累積超過収益率は Lang and Stulz (1992) と Ferris, Jayaraman and Makhija (1997) が観測したアメリカの場合（それぞれ -21.7% と -12.1%）とそれほど異ならないが、同業他社のそれはアメリカの場合（それぞれ -0.35% と -0.41%）に比べてかなり大きい。この差が生じた原因として、彼らの研究がここでのように不況期の構造不況業種に限定されていないということにあると考えられる。また、債務免除の場合（-0.95%）と比べて累積超過収益率が -3.12% と 3 倍以

表 5 企業破綻に対する株価の反応 (%)

	破綻企業	同業他社 (全体)	低負債同業他社	高負債同業他社
累積超過収益率	-19.40	-3.12	-1.58	-4.38
(t 値)	(-7.53)	(-6.21)	(-1.34)	(-3.92)

上になっていることがわかる。これはイベントの深刻さの程度を考えれば自然な結果であろう。

同業他社を負債比率の中央値で分割して反応の違いを調べたのが表の第4列目と第5列目である。これを見ると、同業者の破綻によって有意にマイナスの影響を受けるのは負債比率が高く破綻の可能性が高いと見なされる企業（4.38%の下落で t 値は -3.92 ）であり、負債比率の低い企業への影響は有意ではない（ t 値は -1.34 ）ことがわかる¹³⁾。

5. 結 論

経営不振に陥った企業に対して銀行が債務免除を行った場合、当該企業（債務免除企業）だけでなく同業他社も影響を受ける可能性がある。1つは、債務免除が当該企業と同じようなキャッシュフローの特徴を持つと考えられる同業他社に関して、投資家の予想以上に経営内容が悪化しているということのシグナルとして作用するという、伝染効果ないし情報外部効果が挙げられる。もう1つの効果として、債務免除が本来破綻すべき企業を存続させるという側面を持つ場合、同業他社の競争条件を悪化させるという競争効果が考えられる。こうしたマイナス効果とは逆に、債務免除が非効率な破綻や連鎖倒産を防止するというプラスの効果も考えられる。

この論文での実証結果によると、債務免除の報道に対して同業他社の株価は平均0.95%有意に下落する。つまり、債務免除には産業全体の価値を高めるという効果は認められなかった。しかし、債務免除が同業他社にとって凶報となるのはどのような要因によってか、という問題に関してはそれらを特定するだけの証拠は得られなかった。1つの原因として、この論文で分析対象とした企業・産業のサンプルが少ないということが考えられる。この点は今後の課題として残されている。

注

- 1) この点に関して日経金融新聞（02/07/17）は、「過去に金融機関から債務免除などを受けた準大手ゼネコン（総合建設会社）の収益力が高まりつつある。借金棒引きで金利負担が減っているからだ。中略。競争激化で採算悪化に苦しみつつも自力で借金返済を急ぐ他社からは、一部で不満の声もあがっている。」と報じている。
- 2) 平成14年12月6日、準大手ゼネコンの青木建設が経営再建を断念し、民事再生法の適用を申請したことに対し、小泉首相はメディアとのインタビューの中で「構造改革が進んでいる表れ」との認識を示した。また、日経新聞（01/09/15）は、マイカルの民事再生法申請で銀行の不良債権問題の進展期待が高まったことを受けて、日経平均が急伸し、1万円を回復したと報じている。
- 3) 貸手銀行が1つの場合には、銀行は進んでデット・オーバーハングにある企業に対して債務免除をするインセンティブがある。しかし貸手銀行が複数ある場合には、フリーライダー問題のために個々の銀行は自ら進んで債務免除を行おうとしないかもしれない。
- 4) 債務免除が貸手銀行（通常複数行）の株価に与える影響について調べたものとして Isagawa and Yamashita (2004) がある。そこでは、債務免除報道に対して銀行の株価が有意に下落することが示され

- ている。
- 5) ただし、これらの数値は日経新聞に初掲載されたものであり、必ずしも最終合意額とは限らない。
 - 6) 債務免除サンプル企業数（延べ）が21ではなく19となっているのは、フジタが2002年12月に会社分割のため上場廃止となり、データが入手できないためである。
 - 7) ただし同業他社の負債比率も0.786とかなり高く、これらの企業が属する産業が構造不況業種であることを示している。
 - 8) 債務免除年から2001年度までの財務変数の値を平均したものである。したがって、企業によって計測年度の数は異なる。
 - 9) 下落率は債務免除企業に比べて小さいが、同業他社全体（業界）としての企業価値毀損額は債務免除企業の利益を大きく上回ると考えられる。
 - 10) 債務免除企業も同業者数も最多の建設業にサンプルを限定した場合も結果は変わらない。
 - 11) 有意な結果が得られなかった理由として、対象となる産業の数が少ないこと、その中でも建設業の比率が著しく高いことなどが考えられる。また、債務免除が破綻すべき企業の延命手段となっている場合、当該産業への直接の競争効果はなくても、モラルハザードを誘発することによって経済全体の効率を低下させるという効果（構造改革への逆行効果）はありうる。しかし、こうした仮説を実証することは実際上困難である。
 - 12) 破綻企業の累積超過収益率はイベント日前日と前々日の2日間の合計とした。破綻が報道された日は株式の取引は停止になるからである。
 - 13) 破綻のイベントが少ないためクロセクション分析は行わない。

参考文献

- Docking, D., Hirschey, M, and Jones, E., 1997, Information and contagion effects of bank loan-loss reserve announcements, *Journal of Financial Economics* 43, 219-239.
- Ferris, S., Jayaraman, N., and Makhija, A., 1997, The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects, *Journal of Corporate Finance* 3, 367-395.
- Isagawa, N., and Yamashita, T., 2004, Debt forgiveness and stock price reaction of lending banks: Theory and evidence from Japan, *日本ファイナンス学会第12回大会予稿集*, 59-73.
- Lang, L., and Stults, R., 1992, Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements, *Journal of Financial Economics* 32, 45-60.
- Madura, J., and McDaniel, W., 1989, Market reaction to increased loan loss reserves at money-center banks, *Journal of Financial Services Research* 3, 359-369.
- Musmeci, J., and Sinkey, J., 1990, The international debt crisis and bank security bank- loss reserve decisions: The signaling content of partially anticipated events, *Journal of Money, Credit, and Banking* 22, 370-387.
- Slovin, M., Sushka, M., and Bendeck, Y., 1991, The intra-industry effects of going-private transactions, *Journal of Finance* 46, 1537-1550.
- Slovin, M., Sushka, M., and Polonchek, J., 1992, Informational externalities of seasoned equity issues: Differences between banks and industrial firms, *Journal of Financial Economics* 32, 87-101.

Is Debt Forgiveness Good News or Bad News for Industry Competitors?

Atsuo FUKUDA

Abstract

Debt forgiveness to a firm troubled in repaying debt by the lending banks may affect not only the firm's value but also the firm's industry competitors' value. This paper examines the stock price reactions of these firms to the announcements of debt forgiveness. The empirical results show that while firms that get debt forgiveness earn positive abnormal returns of 2.6%, their industry competitors earn negative abnormal returns of -0.95%. Thus debt forgiveness to a troubled firm is bad news for the firm's industry competitors.